



ブラジル経済事情：成長率は鈍化するも、内需は力強い

～輸入増加と在庫調整が成長率を下押し。先行きも緩やかな拡大が期待される～

発表日：2010年12月10日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 副主任エコノミスト 西濱 徹 (03-5221-4522)

（要旨）

- 7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.1%と前期（同+7.2%）から減速したが、個人消費や資本投資など内需は底堅く推移し、輸出も前期比プラスと堅調が続いた。他方、力強い内需を反映して輸入が拡大し、海外経済の減速で在庫調整も進んだことで景気は下押しされた。交易条件の改善による所得増や雇用改善により個人消費は堅調に推移し、年明け以降の金融引き締めにも拘らず低金利が続いたことで住宅投資や設備投資は旺盛さが続き、内需は景気をけん引している。他方、今年前半は中国の資源政策の変更で輸出は頭打ちしたが、海外経済の緩やかな回復で輸出は再度増加し、景気を下支えた。足元の生産は足踏みしているものの、景況感は底堅く推移し、在庫調整も進んでいることから、今後は緩やかな拡大が続くと見込まれる。
- リアル高は物価抑制に寄与してきたものの、輸出産業への悪影響が懸念され、政府は昨年10月に金融取引税（IOF）を復活。他方、海外資金の流入による資金供給量の拡大は物価上昇圧力を高め、当局は今年4月以降累計200bpの利上げを実施した。しかし、世界的なカネ余りの中、利上げによる内外金利差拡大は資金流入を促し、今年10月にはIOFの強化に動いた。11月の消費者物価は前年比+5.6%と上昇が進み、今月3日に当局は預金準備率の引き上げを発表、市場から直接流動性を吸収する方針を明らかにした。8日の金融政策決定会合では、足元の物価について「好ましくない」との認識を示したが、3回連続で政策金利を据え置く難しい対応を採っている。来月発足する新政権は、持続可能な経済成長を達成すべく金利水準の低下を目指す方針を明らかにしているが、そのためには歳出削減が不可欠となり、その実現は容易ではない。
- 足元の内需の堅調が確認されたことで、今年通年の経済成長率は前年比+7.6%と25年ぶりに7%台に達すると予想する。足元の株式相場はIOFや外国人投資家のリスクマインド悪化を受けて調整しているが、当面は世界的なカネ余りによる国際商品市況の高騰が続くと見込まれ、資金が回帰する可能性は小さくないと思われる。他方、IOF強化を受けてリアル安が進んでいるが、ファンダメンタルズや金利の先高感が残ることを鑑みれば、底堅い推移が続くと見込まれる。

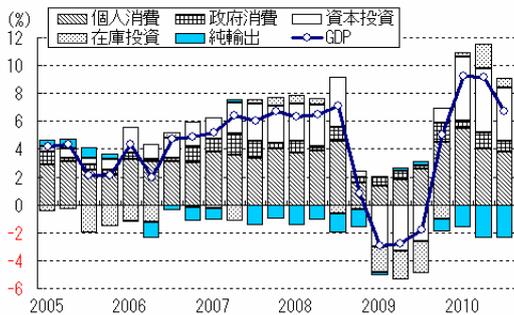
《7-9月期のGDP成長率は減速するも内外需は堅調。輸入増加と在庫調整が成長率を下押し》

- 7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.7%と前期（同+9.2%：改定値）から鈍化した（[図1](#)）。前期比年率も+2.1%と前期（同+7.2%）から減速し、他の新興国経済同様に景気の減速感が顕在化したようにみえる。しかし、個人消費は前期比+1.6%と前期（同+0.9%）を上回る伸びとなり、資本投資も同+3.9%と前期（同+4.3%）並みの高い伸びが続くなど、これまで景気をけん引してきた内需は依然堅調に推移している。昨年以降中国の資源需要を背景に拡大し、景気を下支えてきた輸出も前期比+2.4%と前期（同+0.1%）を大きく上回り、景気のけん引役となっている。他方、内需の堅調で輸入が前期比+7.4%と前期（同+5.6%）を上回る伸びとなったことで景気が下押しされ、海外経済の減速で在庫調整が進んだことも景気鈍化要因となっている。
- 世界的なカネ余りで国際商品市況が高騰したため、交易条件が大幅に改善（[図2](#)）して国民所得が押し上げられ、雇用環境も改善が続いている（[図3](#)）。この結果、年明け以降累計200bpの利上げによる金融引き締めにも拘らず、個人消費は底堅く推移している（[図4](#)）。さらに、足元の金利は世界的に高水準であるが、不

動産投資ブームで一部の不動産価格が高騰し、足元の住宅ローン残高は前年比+50%超の高水準で推移するなど（図5）、建設投資は活況である。また、製造業における設備稼働率は80%を上回る高水準で推移し、企業の設備投資意欲も強い。このようにGDPの7割強を占める個人消費や、約2割の固定資本投資など内需は景気をけん引している。

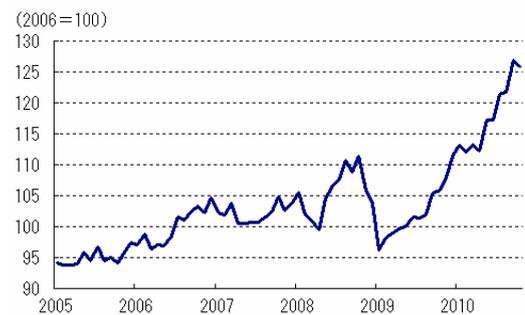
- 他方、昨年の景気回復を大いに盛り上げてきた輸出は、中国の資源政策変更の影響で今年半ばに一時減速したが、7-9月期には前期比で伸びが加速するなど堅調に推移した（図6）。足元では、中国経済の減速や資源価格高騰による輸入政策変更で再び頭打ちしているが（図7）、欧米向けやメルコスール向けは堅調に推移し、輸出額は拡大基調が続いている。先行きは、海外経済の不透明感が残るものの、中国経済は既に底打ちし、エネルギー需要が依然強いことを鑑みれば、緩やかな拡大が見込まれ、景気の下支え要因になると見込まれる。足元の鉱工業生産は足踏みしてきたものの（図8）、内・外需の堅調により景況感は依然高水準で推移し（図9）、在庫調整も進んでいることから、緩やかな拡大が続くと予想される。

図1 実質GDP成長率の推移(前年比)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図2 交易条件の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図3 雇用環境の推移



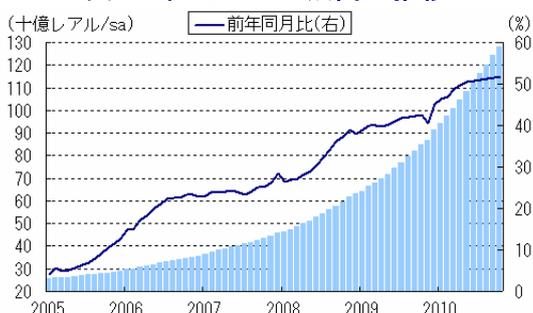
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 小売売上高の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図5 住宅ローン残高の推移



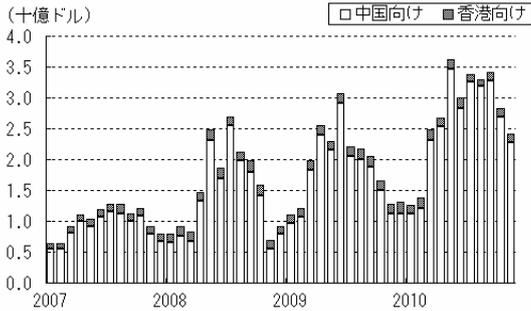
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図6 輸出額の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図7 中国・香港向け輸出額の推移



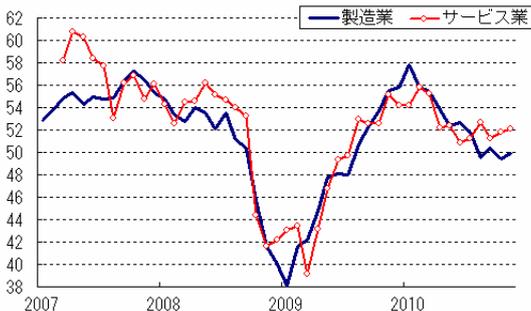
(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図8 鉱工業生産の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図9 製造業・サービス業PMIの推移



(出所) Markit より第一生命経済研究所作成

《海外資金の流入による資金供給拡大で物価上昇圧力は高まる。金融政策は一段と難しい局面に》

- 同国はかつてハイパーインフレに苦しむなど慢性的に物価上昇率が高く、その対応に苦慮してきた。しかし、昨年の急激なリアル高は（[図10](#)）、輸入物価の抑制を通じて物価を落ち着かせ、昨年後半には消費者物価上昇率は当局のインフレ目標（2.5～6.5%）の中央値（4.5%）を下回る状況にあったことから、内需の押し上げに寄与してきた。他方、同国政府は海外資金の流入によるリアル高が輸出に悪影響を及ぼすことを懸念し、昨年10月に外国人投資家による株式・債券投資に対するトービン税である金融取引税（IOF）を復活させ、リアル相場は上昇ペースが緩和した。今年10月には、債券投資に対するIOFの税率を2度に亘り引き上げ、通貨デリバティブに対する税率の大幅引き上げも行うなど、リアル高阻止に向けて強硬手段を用いている。
- しかし、先進国の追加金融緩和により世界的なカネ余りが懸念される中、内外金利差の大きさや、高成長期待により同国への資金流入圧力が高まっている（[図11](#)）。金融当局は資金供給量の増加による物価上昇を懸念し、今年4月以降累計200bpの利上げを行うなど金融引き締めを進めてきたが、これが反って内外金利差を拡大させ、資金供給量は拡大が続いている（[図12](#)）。世界的な一次産品価格の上昇で食料品価格に上昇圧力が高まり、雇用環境の改善による賃金上昇圧力も重なり、11月の消費者物価は前年同月比+5.6%と前月（同+5.2%）から伸びが加速し（[図13](#)）、再び物価上昇懸念が高まっている。今月3日、金融当局は預金準備率の引き上げを発表し、普通預金向けを8%から12%、定期預金向けを15%から20%に引き上げ、約610億レアルを市場から直接吸収する方針を明らかにした。
- その後の8日の定例の金融政策決定会合では、政策金利を3回連続で10.75%に据え置く決定を行った（[図14](#)）。会合後の声明では、足元のインフレ率は当局にとって「好ましくない状況」にあるとの認識を示したが、預金準備率引き上げによる物価やマクロ経済に対する影響を見極める必要があり、金利据え置きを決定したと表明。他方、足元の世界的なカネ余りの中での利上げ実施は、さらなる海外資金の流入を引き起こす可能性があるため、それによる過剰流動性やリアル高などの影響を懸念している。なお、来月発足する次期政権は、持続可能な経済成長の実現に向け、現行の高い金利水準を低下させる必要があるとの認識を示しているが、そのためには現政権が採ってきた歳出拡大による景気下支え策の転換が必要である。しかし、低所

得者給付やインフラ投資などで歳出拡大圧力が高いことを鑑みれば、歳出削減は容易ではなく、しばらくは利上げ圧力が熾ると考えられる。

図 10 為替相場の推移(対米ドル)



図 12 ベースマネーの推移

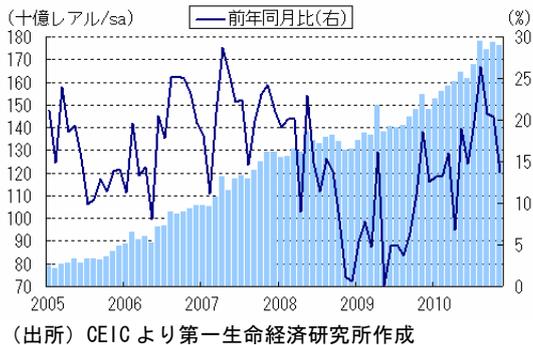


図 14 政策金利の推移



図 11 証券投資流出入額の推移

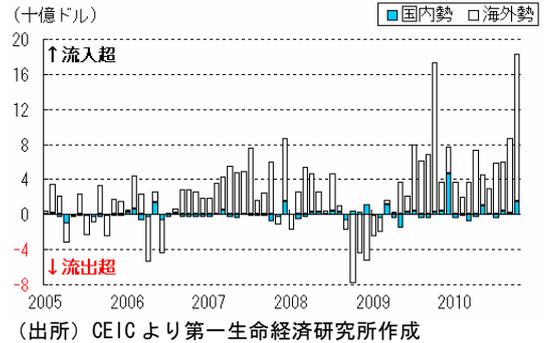
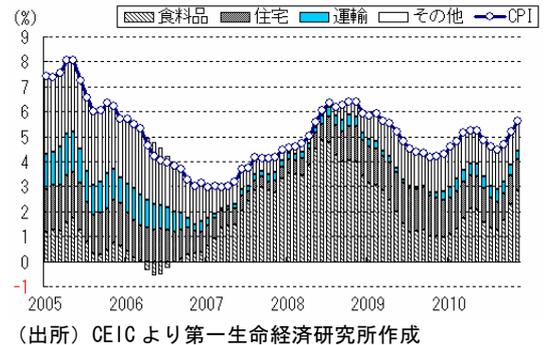


図 13 消費者物価の推移(前年比)



《通年の経済成長率は前年比+7.6%と予想。資金流入規制は影響するも、金融市場は底堅いと見込まれる》

- 7-9月期の実質GDP成長率は減速したが、引き続き内需の堅調が確認された。在庫調整が進んでいることを鑑みれば、10-12月期は新興国向けを中心に輸出は底堅い推移が見込まれ、資源価格の高騰で交易条件の改善も続くことから、内需も堅調に推移して緩やかな景気拡大が続くであろう。結果、2010年通年の経済成長率は前年比+7.6%と、25年ぶりに7%台の高成長になると予想する。来年については、今年の高成長の反動は予想されるものの、年後半にかけて新興国景気の加速による押し上げもあり、通年で4%超の経済成長率になると予想する。
- 株式市場は世界的なカネ余りを受けて、9月以降上昇局面が続いてきたが、先月以降は投資家のリスクマインドが悪化したことに加え、度重なるIOF税率引き上げもあり調整している(図15)。同国政府は、インフレ圧力を抑制すべく追加的な資金流入抑制策の可能性を示唆しており、資金流入が細ることが懸念される。他方、世界的なカネ余りにより資源価格の高騰が続けば、資源関連銘柄の時価総額ウェイトが高いことを鑑みれば、資金が戻る可能性は小さくないと思われる。

- 年明け以降はレアル高基調が続いてきたが、10月の債券投資に対するI O Fの強化に加え、外国人投資家のリスクマインドの悪化もあり、足元ではレアル安基調に転じている(図16)。資金流入抑制策強化の懸念はあるが、足元の内需の堅調と先行きの景気拡大が期待される中、物価上昇圧力が高まり、先行きの利上げ観測が煽ることから、底堅い動きが予想されよう。他方、投資家の安全資産志向の高まりを受けて長期金利は下落してきたが、債券投資に対するI O F税率引き上げは投資行動に少なからず影響を与えており、足元では長期金利は上昇に転じている(図17)。

図15 株式相場の推移(ボブスパ指数)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図17 長期金利の推移(5年債利回り)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図16 為替相場の推移(対米ドル、ユーロ)



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

以上